

- CAPITOLO I

LA SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA: RICORSO AL MERCATO DEI CAPITALI E STRUMENTI FINANZIARI ADOTTABILI NEL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO ALLA LUCE DELL'ART. 2483 COD. CIV.

1.1. LA SOTTOCAPITALIZZAZIONE ED IL RICORSO ALL'ETEROFINANZIAMENTO NELLE S.R.L. – L'EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA.

Per comprendere la *ratio* ispiratrice dell'introduzione del novellato art. 2483 cod. civ. ⁽¹⁾, recante la disciplina dell'emissione dei titoli di debito nelle società a responsabilità limitata, è opportuno analizzare, in sintesi, la disciplina previgente alla riforma del diritto societario (D.Lgs. 17.01.2003, n. 6 – “Riforma organica delle società di capitali e delle società cooperative in attuazione della L. 3.10.2001, n. 366) ⁽²⁾ Come noto, la vecchia formulazione dell'art. 2486, 3° comma, cod. civ., vietava espressamente alla società a responsabilità limitata l'emissione di obbligazioni ⁽³⁾, e la dottrina ⁽⁴⁾ interpretava tale divieto in modo estensivo, ritenendo cioè che fosse inibita per le società a responsabilità limitata, non solo l'emissione di obbligazioni ma anche di ogni altro titolo di credito o strumento finanziario idonei a rappresentare un'operazione di finanziamento. Secondo tale orientamento il divieto di emissione di obbligazioni (*rectius* di emissione di titoli di debito, secondo l'accezione dottrina indicata) trovava la sua *ratio*, da un lato, nella concezione secondo la quale la società a responsabilità fosse destinata all'esercizio di imprese di dimensioni modeste, che per loro natura non richiedevano la necessità di attingere risorse presso il pubblico risparmio, e dall'altro, nella convinzione che tale tipologia societaria non fosse sufficientemente strutturata sotto il profilo patrimoniale, e quindi non sufficientemente capitalizzata, da fornire adeguate garanzie ai risparmiatori ⁽⁵⁾.

In definitiva, il sistema di approvvigionamento dei capitali per le società a responsabilità limitata era piuttosto circoscritto ⁽⁶⁾, in quanto prevedeva accanto al capitale di rischio rappresentato dai conferimenti (in denaro e/o in natura) dei soci (c.d. *equity*), nonché (dalla *fictio* rappresentata) ⁽⁷⁾ dai finanziamenti fruttiferi o infruttiferi erogati dai medesimi, il ricorso al credito bancario quale unica forma alternativa di eterofinanziamento per le imprese ⁽⁸⁾.

Con l'evoluzione del sistema economico le imprese iniziano a manifestare, già dai primi anni '70, ⁽⁹⁾ l'esigenza di individuare nuovi sistemi di approvvigionamento delle risorse finanziarie nel tentativo di percorrere strade alternative ai canali standard del conferimento di capitale o del ricorso al credito bancario. Il dibattito che ne scaturisce individua alcune aree problematiche, interconnesse tra loro, che impongono di tenere conto, da un lato, dell'introduzione di meccanismi di tutela dei risparmiatori ⁽¹⁰⁾ in relazione ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio nei confronti di categorie ritenute "deboli" o comunque meno formate sotto il profilo della conoscenza degli strumenti finanziari, e dall'altro di definire i limiti dell'autonomia privata delle imprese nella creazione di titoli di investimento. Con l'introduzione dell'art. 11, comma 4, lett. e) del T.U.B. ⁽¹¹⁾ (D. Lgs. 01 settembre 1993, n. 385) si apre una nuova fase nell'evoluzione della normativa in materia di emissione di titoli di investimento, in quanto viene attribuita alle società a responsabilità limitata la facoltà di esercitare attività di raccolta di pubblico risparmio, presso banche o soggetti esercitanti attività assicurativa e finanziaria, attraverso l'emissione di cambiali finanziarie o certificati di investimento. In particolare la lettera della legge non definisce nel dettaglio le caratteristiche di tali titoli, ma demanda tale attività al potere regolamentare e lo stesso CICR ⁽¹²⁾ (Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio) il quale, con delibera del 03 marzo 1994, seguita dal decreto del Ministero del Tesoro del 07

ottobre 1994, introduce limiti rigorosi all'emissione ed alla circolazione, che, di fatto, ne impediscono un'ampia diffusione nel panorama finanziario italiano. Più in dettaglio, secondo quanto previsto dalla Legge 13 gennaio 1994, n. 43, le cambiali finanziarie sono titoli di credito all'ordine emessi in serie, aventi durata di breve termine (l'articolo 1, 1° comma della legge 43/94, le definisce "*titoli di credito all'ordine emessi in serie ed aventi una scadenza non inferiore a tre mesi e non superiore a dodici mesi dalla data di emissione*") trasferibili mediante girata esclusivamente "senza garanzia". I certificati di investimento invece, sono titoli di credito, privi di apposita disciplina legislativa e soggetti ad una tipizzazione regolamentare da parte del CICR, aventi durata superiore ai 12 mesi, trasferibili come titoli di credito sia nominativi che al portatore, ed emettibili, da parte società che abbiano chiuso in utile gli ultimi 3 esercizi, solo in presenza di una garanzia bancaria che copra almeno il 50% del valore di sottoscrizione del certificato.

In sintesi, nonostante gli interventi legislativi citati, nella fase antecedente la riforma del diritto delle società di capitali, la limitatezza degli strumenti finanziari a disposizione delle imprese ⁽¹³⁾ e la rigidità nelle modalità di emissione dei titoli di raccolta del risparmio pongono le imprese italiane in una posizione di debolezza, sia in termini di insufficienza degli strumenti a disposizione per il sostegno allo sviluppo economico finanziario sul mercato interno, sia sul piano della concorrenza nei confronti *competitors* stranieri che dispongono di un ben più ampio ventaglio di strumenti di finanziamento ⁽¹⁴⁾.

(1) Art. 2483 – Emissione di titoli di debito: "*Se l'atto costitutivo lo prevede, la società può emettere titoli di debito. In tal caso l'atto costitutivo attribuisce la relativa competenza ai soci o agli amministratori determinando gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione.*

I titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima.

La decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso ed è iscritta a cura degli amministratori presso il registro delle imprese. Può altresì prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare tali condizioni e modalità. Restano salve le disposizioni di leggi speciali relative a particolari categorie di società e alle riserve di attività.”

(2) TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria delle società di capitali*, in *Il fisco*, 2003, allegato al fasc. n. 2, Fiducia e Trust, p. 13, al riguardo afferma che “il codice del 1942 si fondava sull’idea che i mezzi di finanziamento venissero procurati direttamente dai soci interessati all’esercizio dell’impresa (cosiddetti soci imprenditori) ovvero potessero esser procurati con l’autofinanziamento bancario”

(3) A tale proposito v. Cass., sent. 17.02.1995, n. 1738, in *Gius. Civ.*, 1995, I, 1484, nella quale viene definita la portata del divieto di emissione di titoli di investimento, stabilendo che alla società a responsabilità limitata è preclusa l’emissione di ogni titolo di massa al portatore o nominativo, incorporante un’obbligazione di pagamento da parte dell’emittente.

(4) M. STELLA RICHTER Jr., I titoli di debito delle società a responsabilità limitata, in *Riv. Soc.*, 50, 2005, 987; CABRAS, *Commento all’art. 2483*, in *Società di capitali Commentario* a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D’ALCONTRES, Napoli, 2004

(5) SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1986, 18;

(6) Sotto una diversa angolazione, per approfondimenti sul tema della necessità di reperire finanziamenti nelle società per azioni si veda TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell’investitore*, in *Riv. soc.*, 2002, 47, 1065;

(7) Tale locuzione è utilizzata da FIMMANO’, *Gli strumenti finanziari nelle S.r.l.*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2005, I, 96 il quale afferma che il “finanziamento gratuito dei soci.. rappresenta una concausa della cronica sottocapitalizzazione delle s.r.l. e che..” con la nuova versione dell’art. 2483 Cod. civ. “..ha trovato un qualche correttivo”.

(8) Sull’argomento v. OLIVIERI, *I finanziamenti alla soc. fuori capitale*, in AA.VV, *La riforma delle società, Aspetti applicativi*, a cura di A. Bortoluzzi, Torino, 2004; PRESTI, *Commento all’art. 2467*, in *Codice commentato delle S.r.l.*, diretto da P. Benazzo, S. Patriarca, Torino 2006, 98; SCANO, *I finanziamenti dei soci nella S.r.l. e l’art. 2467 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 879; PORTALE, *I finanziamenti dei soci nella società di capitali*, in *Banca, Borsa e titoli di credito*, 2003, I, 681; TANTINI, *I versamenti dei soci alla società*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino 2004, 773; TOMBARI, op. cit., 13; DI SABATO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2004, I, 29.

(9) FIMMANO’, cit, 97 afferma che “ fine degli anni ’70 si sviluppò una tecnica di emissione di titoli partecipativi e di debito atipici e di massa, incorporati in certificati rappresentativi di associazione in partecipazione, con la previsione del consenso da parte dei nuovi associati richiesto dall’art. 2550 c.c., a monte dell’emissione. Operazioni in linea di principio legittime, ma che purtroppo diedero luogo in molti casi a celebri *crac*, come quelli dei finanzieri Luciano Sgarlata e Vincenzo Cutrera, anche perché realizzate in assenza di regole in tema di servizi di investimento, sollecitazione al pubblico risparmio e di intermediazione mobiliare.

Per questi motivi il divieto fu esteso anche all’emissione di altri titoli di credito assimilabili alle obbligazioni. I recenti dissesti, prima americani, poi europei ed italiani, hanno dimostrato che la vera partita non si gioca solo sul piano degli strumenti (che come visto la fantasia degli operatori aveva già coniato in passato), ma su quello dell’effettivo funzionamento del nuovo armamentario pluralista sulla capacità di creare un sistema di regole tali da evitare che questa nuova gamma di titoli divenga solo una moderna esca per il solito *parco buoi*”.

(10) PORZIO, *La società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2004, 1196 “va sottolineato l’uso che viene fatto della società a responsabilità limitata nella creazione dei c.d. titoli atipici: la fantasia dei più o meno scaltri operatori finanziari utilizza il meccanismo dei nuovi “certificati patrimoniali” (il caso IFIL) per le società a responsabilità limitata (e circolano così sul mercato le “ricevute per l’acquisto o l’ intestazione fiduciaria di quote di s.r.l.”) ed anche le c.d. “units di investimento” si costruiscono come

certificati rappresentativi di quote di s.r.l. e di un credito, con complessi meccanismi di conversione nelle future società azionarie”;

(11) Art. 11, D.Lgs. 01.09.1993, n. 385 - (Raccolta del risparmio)

1. Ai fini del presente decreto legislativo è raccolta del risparmio l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma.

2. La raccolta del risparmio tra il pubblico è vietata ai soggetti diversi dalle banche.

3. Il CICR stabilisce limiti e criteri, anche con riguardo all'attività e alla forma giuridica dei soggetti, in base ai quali non costituisce raccolta del risparmio tra il pubblico quella effettuata:

a) presso soci e dipendenti;

b) presso società controllanti, controllate o collegate ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e presso controllate da una stessa controllante.

4. Il divieto del comma 2 non si applica:

a) agli Stati comunitari, agli organismi internazionali ai quali aderiscono uno o più Stati comunitari, agli enti pubblici territoriali ai quali la raccolta del risparmio è consentita in base agli ordinamenti nazionali degli Stati comunitari;

b) agli Stati extracomunitari e ai soggetti esteri abilitati da speciali disposizioni del diritto italiano;

c) alle società per azioni e in accomandita per azioni per la raccolta effettuata, nei limiti previsti dal codice civile, mediante l'emissione di obbligazioni;

c-bis) alle società cooperative per la raccolta effettuata mediante l'emissione di obbligazioni;

d) alle società e agli enti con titoli negoziati in un mercato regolamentato per la raccolta effettuata mediante titoli anche obbligazionari;

d-bis) agli enti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale individuati dal CICR;

e) alle imprese per la raccolta effettuata tramite banche ed enti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale che esercitano attività assicurativa o finanziaria;

f) agli enti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale che svolgono attività assicurativa o finanziaria, per la raccolta a essi specificamente consentita da disposizioni di legge;

g) alle società per la cartolarizzazione dei crediti previste dalla legge 30 aprile 1999, n. 130, per la raccolta effettuata ai sensi della medesima legge.

4-bis. Il CICR stabilisce limiti e criteri per la raccolta effettuata dai soggetti indicati nelle lettere c-bis), d), d-bis) ed e) del comma 4, avendo riguardo anche all'attività dell'emittente a fini di tutela della riserva dell'attività bancaria stabilita dall'articolo 10. Per la raccolta effettuata dai soggetti indicati nelle lettere d) e d-bis), le disposizioni del CICR possono derogare ai limiti previsti dal primo comma dell'articolo 2410 del codice civile. Il CICR, su proposta formulata dalla Banca d'Italia sentita la CONSOB, individua le caratteristiche, anche di durata e di taglio, dei titoli mediante i quali la raccolta può essere effettuata.

5. Nei casi previsti dal comma 4, lettere c), c-bis), d), d-bis), e) e f) sono comunque precluse la raccolta di fondi a vista e ogni forma di raccolta collegata all'emissione o alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata.

(12) La legge in particolare, demanda al CICR la definizione delle “*caratteristiche anche di durata e di taglio dei titoli, mediante le quali la raccolta può essere effettuata*”

(13) SPADA, L'emissione dei titoli di debito nella “nuova” società a responsabilità limitata, in Riv. soc. 2003, 806 afferma che “mi sembra possibile che l'art. 2483 possa fungere da fattore di rilancio delle cambiali finanziarie; anzi queste potrebbero costituire – previa qualche adattamento delle normativa secondaria (che ad oggi ne riserva l'emissione alle società per azioni almeno quando l'emissione sia modalità di una raccolta del risparmio del pubblico) – il mezzo naturale del finanziamento cartolarizzato al quale la disposizione in esame concede alla “nuova” società di accedere”; OLIVIERI, I finanziamenti alla soc. fuori capitale, in AA.VV., La riforma delle società, Aspetti applicativi, a cura di A. Bortoluzzi, Torino, 2004.

(14) FIMMANO', Gli strumenti finanziari nelle S.r.l., in Banca, borsa e titoli di credito, 2005, I, 101

1.2. FINALITA' PERSEGUITE DAL LEGISLATORE CON L'INTRODUZIONE DELL'ART. 2483 c.c.

In questo contesto normativo si inserisce con la riforma ⁽¹⁵⁾ del diritto delle società di capitali di cui al D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, i cui principi ispiratori sono chiaramente espressi nella legge delega (L. 03 ottobre 2001, n. 366 – *Delega al Governo per la riforma del diritto societario*, pubblicata in Gazzetta Ufficiale n. 234 del 08 ottobre 2001) con la quale si enunciano, tra gli altri, i seguenti criteri direttivi:

- *consentire l'emissione e il collocamento di titoli di debito presso operatori qualificati, disciplinandone comunque condizioni e limiti e prevedendo il divieto di appello diretto al pubblico risparmio* (art. 3, 2° comma lett. g);
- *ampliare l'autonomia statutaria con riferimento alla disciplina del contenuto della partecipazione sociale* (art. 3, lett. f);
- *permettere ai soci di regolare l'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali*;
- *conservare in ogni caso il divieto di sollecitazione all'investimento in quote di capitale* (art. 3, 2° comma, lett. g).

Sulla scorta di tali principi ispiratori, l'art. 3 del D. Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, introduce il nuovo art. 2483 Cod. Civ., ⁽¹⁶⁾ che disciplina l'emissione di titoli di debito nelle società a responsabilità limitata. Prima di addentrarsi nell'analisi del contenuto della norma ⁽¹⁷⁾ ed analizzare la disciplina inerente gli aspetti strutturali e funzionali dei titoli di debito, è interessante soffermarsi, sotto il profilo etimologico, sul significato e sull'ampiezza della locuzione "*titoli di debito*" introdotta dal legislatore con l'art. 2483 Cod. Civ., in quanto questa, risultando pressoché semi-sconosciuta nel panorama dottrinario e giurisprudenziale italiano, ha suscitato numerose perplessità e critiche da parte degli interpreti ⁽¹⁸⁾. Si è osservato ⁽¹⁹⁾ infatti che, mentre da un lato è

sicuramente nota agli interpreti la categoria dei “titoli di credito” ⁽²⁰⁾, quella dei titoli di debito ha invece origini più incerte ⁽²¹⁾, potendone individuare un riferimento normativo unicamente nell’art. 1, comma 2, del T.U.F. (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52, di cui al Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni e integrazioni), il quale, afferma che “*per strumenti finanziari si intendono: le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali*”.

Ci si è anche chiesti ⁽²²⁾ per quale motivo il legislatore, in sede di riforma del diritto societario, abbia volutamente omesso di riferirsi, *sic et simpliciter*, all’emissione di obbligazioni ⁽²³⁾ come previsto in materia di società per azioni, ricorrendo piuttosto ad una locuzione diversa, più ampia, e probabilmente foriera di maggiori incertezze applicative. Tale scelta, secondo alcuni ⁽²⁴⁾, può essere riconducibile proprio alla tendenza avviata dal legislatore con il Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F), di dare vita ad una nuova categoria generale di titoli, dotata di caratteristiche di atipicità, che rappresentasse un terzo *genus*, più ampio, e con caratteristiche di maggiore flessibilità, rispetto alle obbligazioni ed agli altri strumenti finanziari a disposizione delle imprese. E’ infatti opinione condivisa che la categoria dei titoli di debito contenga al proprio interno anche quella delle obbligazioni, che di fatto ne rappresentano un sottoinsieme, e che tale categoria, può essere fatta rientrare nella categoria generale dei titoli di credito così come altri titoli atipici non espressamente definiti dal legislatore. ⁽²⁵⁾

(15) SPADA, L’emissione dei titoli di debito nella “nuova” società a responsabilità limitata, in Riv. soc. 2003, 799; ABRIANI, La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma, in Riv. dir. comm., 2002, I, 134, afferma che “la prospettiva della riforma è plasticamente scolpita dall’enunciazione – contenuta nell’incipit della legge delega, – dell’obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso i loro accesso al mercato dei capitali”; TOMBARI, op. cit., 14; DI SABATO, Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati, e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari, in Banca, borsa e

titoli di credito, 2004, I, 29; MONTALENTI, La riforma del diritto societario nel progetto della Commissione Mirone, in *Giur. Comm.*, fasc. 3, 2002; M. RESCIGNO, *Osservazioni sul progetto di riforma del diritto societario in tema di società a responsabilità limitata*, in *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, 54; RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 682.

(16) "Se l'atto costitutivo lo prevede, la società può emettere titoli di debito. In tal caso l'atto costitutivo attribuisce la relativa competenza ai soci o agli amministratori determinando gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione. I titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima. La decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso ed è iscritta a cura degli amministratori presso il registro delle imprese. Può altresì prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare tali condizioni e modalità. Restano salve le disposizioni di leggi speciali relative a particolari categorie di società e alle riserve di attività"

(17) V. *infra* cap II

(18) SPADA, Op. cit. 802 ss; CARRARO, Titoli di massa, in *Diritto delle società*, Milano 2005 parla di locuzione "non felice o equivoca.

(19) Tali perplessità non possono però ritenersi unanimi stante che, parte minoritaria della dottrina v. BUONOCORE; *Commento breve al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, recante la "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative"*, in *attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*, in *Giur. Comm.*, Supplemento al n. 4/03, p. 31 ritiene che la locuzione sia volutamente generica, significando l'intenzione del legislatore di non prendere posizione dal punto di vista tipologico e quindi lasciar maggior spazio di azione agli interpreti.

(20) SPADA, L'emissione dei titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata, in *Riv. soc.*, 2003, 799 afferma che "il codice del '42 conosce – *ca va sans dire* – il "titolo di credito" ed anzi ne ha fatto una fattispecie (per la verità di incerta fisionomia) capace di sottrarre la circolazione di situazioni soggettive di vantaggio (altre da quelle reali mobiliari) al regime del diritto comune della circolazione ed al correlato principio della derivatività degli acquisti, propiziando la negoziabilità di queste situazioni e l'instaurazione di mercati nei quali se ne fa commercio. Ma ignora il titolo di debito".

(21) LOLLI, *Commento all'art. 2483*, in *Il nuovo diritto delle società, commento sistematico al D. Lgs. 17 gennaio 2003*, n. 6, vol III, 2135

(22) PATRIARCA, I titoli di debito nella S.r.l., Milano, 2005, 3

(23) V. *infra*, par. 1.3

(24) PISANI MASSAMORILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1271; LOLLI, *Commento all'art. 2483*, in AA.VV. in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, III, 2135

(25) V. *infra* 1.3

1.3. LA CATEGORIA GENERALE DEI TITOLI DI DEBITO: DIFFERENZE TIPOLOGICHE E AFFINITA' FUNZIONALI CON LE OBBLIGAZIONI.

Nel tentativo di fornire una definizione della categoria dei titoli di debito sulla base, sia dei riferimenti legislativi vigenti, che dell'esperienza proveniente dalla letteratura giuridica italiana ⁽²⁶⁾, richiamiamo, tra le varie, la definizione fornita da autorevole dottrina, ⁽²⁷⁾ la quale, definisce titolo di debito, "ogni documento suscettibile di circolazione dal quale risulti una promessa di pagamento di somme di denaro e che sia – "naturalmente" – rilasciato a fronte ed in funzione di una provvista di capitale da parte dell'emittente.

Partendo da una definizione tanto ampia, si tratta di verificare alcune questioni preliminari con riferimento all'inquadramento della categoria dei titoli di debito nell'esperienza giuridica italiana, ed analizzare le affinità, ovvero le differenze strutturali e funzionali, tra titoli di debito ed obbligazioni.

Un prima considerazione, attinente alla natura dei titoli di debito, si pone con riferimento alla questione se questi possano essere o meno considerati titoli di massa, ossia titoli identici tra loro, frazioni di un'operazione di finanziamento unitaria destinata potenzialmente ad una pluralità di soggetti, ovvero, al contrario, anche titoli individuali. La dottrina prevalente ⁽²⁸⁾ ritiene che tali titoli, come regolati dall'art. 2483, siano, e non possano che essere, titoli di massa in quanto oltre ad essere fungibili, attribuiscono alla società la facoltà di emissione di titoli multipli e quindi, frazionabili o raggruppabili. Peraltro, a rafforzamento di tale tesi, si osserva che, la circostanza che tali titoli debbano essere emessi nei confronti di investitori professionali ⁽²⁹⁾ pare costituire una conferma circa la natura di massa dei titoli in esame. Infatti, in caso di perfezionamento di operazioni non di massa, per le quali l'intervento di investitori professionali sottoposti a vigilanza apparirebbe non necessario, la

regolamentazione prevista in materia di emissione di titoli di debito, imporrebbe alti costi per l'investitore e seri ostacoli sotto il profilo funzionale, apparentemente non necessari in caso di emissione di titoli individuali ⁽³⁰⁾.

Sotto altro profilo si è cercato di individuare le difformità, in termini sia funzionali che strutturali, tra titoli di debito ed obbligazioni. Si è osservato ⁽³¹⁾ al riguardo che i titoli di debito, diversamente dalle obbligazioni, non possono assolvere la tradizionale funzione di consentire all'emittente la raccolta del risparmio tra il pubblico. Infatti sulla base dell'art. 11 del T.U.B. nonché della delibera CICR n. 1058 del 19 luglio 2005, i titoli di debito sono strumenti di raccolta di capitali presso investitori professionali soggetti a vigilanza ⁽³²⁾ che non consentono l'appello diretto al pubblico risparmio. In sostanza, al di là dell'ipotesi di cui al 2° comma dell'art. 2412, il quale prevede la possibilità di emettere obbligazioni oltre il limite legale del doppio del capitale sociale aumentato delle riserve qualora l'emissione avvenga in favore di investitori professionali soggetti a vigilanza, elemento differenziante tra le due categorie di titoli, sarebbe il fatto che i titoli di debito devono essere sottoscritti da investitori qualificati, mentre le obbligazioni possono essere offerte al pubblico dei risparmiatori. Oltre a ciò, altro elemento distintivo tra le due categorie di titoli deve essere ravvisato, secondo taluna dottrina ⁽³³⁾, nel diverso regime applicabile in sede di escussione della garanzia prevista in caso di insolvenza dell'emittente. In particolare si osserva che l'art. 2412 cod. civ., in tema di obbligazioni emesse da s.p.a., prevede che il trasferente “risponde della solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti che non siano investitori istituzionali”. La differenza, secondo quanto affermato da tale dottrina ⁽³⁴⁾, sarebbe “che la disciplina dei titoli di debito è sotto quest'aspetto imperativa, mentre quella delle obbligazioni si limita a concedere una facoltà alle società

che intendono emettere obbligazioni eccedenti il limite legale previsto dall'art. 2412, 1° comma”.

In conclusione, ed in una prospettiva di sintesi dei contributi dottrinari forniti, è interessante osservare che, nonostante le differenze strutturali sopra evidenziate ed alla luce delle diverse modalità di collocamento sul mercato dei capitali, ⁽³⁵⁾ le obbligazioni sembrano inserirsi come specie di un *genus*, nella più ampia categoria di titoli di debito, ed in quanto tali possono rappresentare uno degli strumenti attraverso i quali canalizzare la raccolta del risparmio “qualificato” in capo alle società a responsabilità limitata ⁽³⁶⁾.

(26) SPADA, op. cit. 803, ricorda che la letteratura “ha parlato di “titoli di debito” o anche di indebitamento pensando alla causa del rilascio (o della trasmissione) di titoli di credito che documentino una promessa di pagamento di una somma di denaro: se, anziché essere rilasciati a regolamento di un’obbligazione preesistente (diciamo *causa solvendi*), questi titoli sono rilasciati dall’emittente all’atto di una *numeratio pecuniae* (nel momento in cui e perché si indebita), quindi, potrebbe dirsi *causa credendi*, allora sarebbe appropriato il ricorso alla nomenclatura “titoli di credito”

(27) Tale definizione è fornita da SPADA, op. cit., 803; Diversamente FIMMANO’, op. cit. 101, parla di “strumenti finanziari di massa rappresentativi di un eterofinanziamento creditizio, che possono essere di natura variegata e non di stampo meramente obbligazionario”; LUONI, cit. li definisce invece “titoli potenzialmente idonei a consentire alla società, tramite gli inventori professionali, di raccogliere capitale di credito tra il pubblico ai sensi dell’art. 11, 4° co., t.u.b., quali titoli di massa o di serie, emessi a fronte di un’operazione di finanziamento unitaria”

(28) M. STELLA RICHTER, in Riv. soc., 2005, 996; LUONI, *Commento all’art. 2483*, in *Il nuovo diritto societario*. Commentario diretto da G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO E P. MONTALENTI, Bologna, 2004, 1984; CABRAS, *Commento all’art. 2483*, nel *Commentario delle società di capitali*, a cura di G. PICCOLINI E A. STAGNO D’ALCONTRES, III, Napoli, 2004, 1693; BARTALENA, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2004, I, 296; DEMURO, *Alcune osservazioni sui titoli di debito nelle società a responsabilità limitata*, in *Gius. Civ.* 2004, 519; CARRARO, *Titoli di massa e nuovo diritto delle società*, Padova, 2004; SPADA, op. cit., 802; D’AMBROSIO, *I titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Le Società*, 2003, Pag. 1344; PORZIO, *Commento all’art. 2483*, in *La riforma delle società. Artt. 2462-2510 Cod. civ.*, collana diretta da M. SANDULLI E V. SANTORO, Torino, 2003, 229; *contra*: GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. Comm.* 2003, I, 808

(29) V. *infra*, § 2.5

(30) CABRAS, op. cit. afferma che “l’emissione di titoli a carattere individuale da parte delle società a responsabilità limitata non richiedeva – e non richiede tuttora – alcuna specifica regolamentazione”; CARRARO, op. cit., 103, afferma invece la diversa disciplina dei titoli individuali da quelli di massa precisando che i primi non necessitano di “previsioni statutarie quali che siano, affinché l’organo amministrativo possenga il potere di emetterne senza alcun limite né di tipo né di somma”.

(31) G. F. CAMPOBASSO, in AA.VV. *Il Nuovo diritto delle società*, Torino, 2007, Vol. 3, I titoli di debito nelle S.r.l. tra autonomia privata e tutela del risparmio, 747

(32) PORZIO, op. cit., 1188, identifica e circoscrive la categoria degli investitori soggetti a vigilanza, affermando che “per seguire la lettera del legislatore dovremmo considerare l’elenco degli investitori professionali individuati dalla Consob ai sensi dell’art. 30 t.u.f., e sottrarre da questo elenco i soggetti che

non sono sottoposti a vigilanza prudenziale...il minuento di questa operazione è costituito da: gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le società di gestione del risparmio, le Sicav, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri,... che svolgono le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari nei mercati regolamentati, le società iscritte nell'elenco di cui agli artt. 106, 107 e 113 t.u.b., le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti richiesti per le funzioni di amministrazione, direzione e controllo nelle sim, le fondazioni bancarie..."

(33) CAMPOBASSO, op. cit., 746

(34) V. a tale proposito quanto affermato alla nota precedente

(35) SPADA, op. cit. 799; TASSINARI, in AA.VV. La riforma delle società a responsabilità limitata, Milano 2003, 137; PATRIARCA, commento all'art. 2483 cod. civ. in Codice commentato delle S.r.l., Torino, 2006; M. STELLA RICHTER, in Riv. soc., 2005, 996 afferma che *"in generale i titoli di debito appartengono a un genere del quale le obbligazioni e i titoli di debito sono due specie"* contra CAMPOBASSO, op. cit. 745, afferma che *"uno slogan molto usato per divulgare il nuovo diritto societario afferma che con l'introduzione dei titoli di debito si è voluto concedere anche alle società a responsabilità limitata la facoltà di emettere obbligazioni. Si tratta di un'affermazione che contiene una buona dose di semplificazione e che è solo parzialmente condivisibile"*.

(36) Interessante il contributo di SPADA, op. cit., il quale suggerisce che nell'atto costitutivo sia inserita una clausola nella quale si indichi la possibilità di emissione di titoli di debito *"da emettersi conformandone il contenuto a quello delle obbligazioni di società per azioni, conservando però la denominazione titoli di debito magari con un richiamo esplicito all'art. 2483 c.c."*

1.4. CIRCOLAZIONE DEI TITOLI DI DEBITO E NORMATIVA IN MATERIA DI RACCOLTA DI PUBBLICO RISPARMIO.

In tema di circolazione dei titoli di debito e di normativa in materia di raccolta di pubblico risparmio di cui al Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (t.u.f.), parte della dottrina si è chiesta ⁽³⁷⁾ se, e con quali limiti, l'emissione (*rectius* la circolazione) dei titoli di debito possa, in astratto, qualificarsi sollecitazione all'investimento ⁽³⁸⁾. Nello specifico, per quanto attiene all'emissione di titoli di debito ex art. 2483 Cod. Civ. nei confronti di investitori professionali, l'applicabilità della disciplina in materia di sollecitazione all'investimento deve ritenersi esclusa in quanto, come affermato dall'art. 100, 1° comma, lett. a) d.lgs. 58/98, le disposizioni previste in materia di sollecitazione all'investimento non si rendono applicabili nei confronti di investitori professionali, come definiti dall'art. 30, 2° comma del medesimo provvedimento ⁽³⁹⁾. E tale categoria in particolare, rappresenta un insieme più vasto, al cui interno figurano molteplici tipologie di soggetti, tra i quali rientrano senz'altro ⁽⁴⁰⁾ gli investitori soggetti a vigilanza prudenziale di cui all'art. 2483 Cod. Civ.

Il problema circa l'applicabilità della disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio, si pone invece per quanto attiene all'ipotesi di circolazione dei titoli di debito tra soggetti privati. Stante la lettera della norma, la quale proibisce espressamente l'emissione diretta di titoli di debito nei confronti di privati, tale fattispecie può configurarsi nel caso in cui gli investitori professionali, dopo aver sottoscritto i titoli, si rivolgano al pubblico risparmio ⁽⁴¹⁾ attraverso il ricollocamento dei medesimi nei confronti di soggetti privati. In tale ipotesi, sempre che ricorrano le condizioni di legge e non si verifichi nessuna delle

ipotesi di esclusione di cui all'art. 100 t.u.f. ⁽⁴²⁾ o di cui all'art. 33 del regolamento Consob 11971/1999 ⁽⁴³⁾, parte della dottrina ⁽⁴⁴⁾ ritiene che si configuri comunque un'ipotesi di sollecitazione all'investimento soggetta alla disciplina del t.u.f.. A tale proposito si osserva che, trattandosi di sollecitazione all'investimento, gli investitori professionali sono tenuti a comunicare preventivamente alla Consob, ai sensi dell'art. 94 t.u.f. ⁽⁴⁵⁾, un prospetto destinato alla pubblicazione contenente i dati indicati dallo stesso art. 94 nonché a fornire alla Consob stessa ed al pubblico le informazioni contenute nell'art. 113 e ss. t.u.f. come precisate nel regolamento. Altra dottrina ⁽⁴⁶⁾ ha invece sostenuto che l'immissione sul mercato di titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata, da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza, non integri un'ipotesi di sollecitazione all'investimento, in quanto la disciplina della sollecitazione prevista dal t.u.f., avrebbe come obiettivo quello di fornire una specifica tutela nei confronti dei soggetti "sollecitati" all'investimento (c.d. *need of protection*), i quali, per motivi di carattere oggettivo, si trovano in una condizione di debolezza rispetto agli investitori professionali ed agli emittenti dei titoli. In tale prospettiva, stante la disposizione di cui all'art. 2483 cod. civ. in materia di intervento obbligatorio degli investitori professionali soggetti a vigilanza, verrebbe garantita quell'esigenza di tutela dei soggetti privati prevista dalla norma, e non si renderebbe applicabile, in quanto "superfluo, e del tutto antieconomico ⁽⁴⁷⁾", il ricorso alla disciplina del t.u.f.. Tale argomentazione, secondo la dottrina citata, troverebbe ulteriore fondamento nell'analisi dei profili della garanzia ⁽⁴⁸⁾ derivante dall'emissione dei titoli di debito. Infatti, in caso di cessione dei titoli ad un soggetto diverso da un investitore qualificato ⁽⁴⁹⁾ da parte di un investitore professionale, permanerebbe l'obbligo di prestare garanzia all'acquirente da parte di quest'ultimo (oltre che da parte dell'emittente), il quale rimarrebbe così responsabile in via sussidiaria, ed in

solido con l'emittente, dell'adempimento dell'obbligazione derivante dal titolo di debito. In conclusione il sistema adottato dal legislatore comporterebbe, già di per sé, le necessarie tutele previste per l'investitore, e pertanto la possibilità di attivare la garanzia sia in capo all'emittente, che e soprattutto, in capo all'investitore soggetto a vigilanza ceduto, renderebbe superflua ⁽⁵⁰⁾ l'applicazione della normativa in materia di sollecitazione al pubblico investimento. Tale orientamento, come detto minoritario, ha suscitato alcune perplessità ⁽⁵¹⁾ in ragione del fatto che la disciplina in materia di sollecitazione del pubblico risparmio è normativa di applicazione generale, rispetto alla quale sono previste ipotesi di esenzione ben determinate, e, nel caso di specie, non riconducibili all'ipotesi di circolazione di titoli di debito ex art. 2483 cod. civ. nei confronti di soggetti "non professionali". In effetti le tutele disposte dal legislatore in materia di sollecitazione del pubblico risparmio, non fanno tanto, ed unicamente, leva su meccanismi di garanzia patrimoniale da parte degli investitori professionali ⁽⁵²⁾, ma si articolano piuttosto su meccanismi più variegati e complessi, che sono mirati ad eliminare le asimmetrie informative e le inefficienze nella contrattazione in favore degli investitori privati.

(37) LUONI, op. cit., 1998

(38) L'art. 1, lett. t), Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 definisce "*sollecitazione all'investimento*": *ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari; non costituisce sollecitazione all'investimento la raccolta di depositi bancari o postali realizzata senza emissione di strumenti finanziari*

(39) Recita l'art. 30, 2° comma del d.lgs. 58/98: "*non costituisce offerta fuori sede quella effettuata nei confronti di investitori professionali, come definiti con regolamento della CONSOB, sentita la Banca d'Italia*".

(40) Nello schema di d.lgs. previsto per la riforma del diritto societario predisposto dalla Commissione Vietti, era previsto che i titoli di debito di s.r.l. dovessero essere sottoscritti dagli investitori professionali di cui al menzionato art. 30, 2° comma, d.lgs. 58/98. A seguito di osservazioni fatte pervenire alla Commissione, nelle quali si rilevava la genericità della figura degli investitori qualificati delineata dall'art. 30 citato, la Commissione modificò tale norma prevedendo che l'art. 2483 si riferisse ad una categoria di investitori più ristretta, ed in quanto tale ricompresa in quella di cui all'art. 30, quale quella degli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale.

(41) In tale ipotesi non sembra configurabile un'applicazione elusiva della norma di legge in quanto l'art. 2483 (v. infra nota 1) prevede l'obbligo di sottoscrizione dei titoli medesimi da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza, ma non ne vieta la successiva circolazione da parte di questi nei confronti di soggetti privati. Pertanto deve ritenersi

plausibile l'ipotesi di circolazione dei titoli di debito anche nelle mani di soggetti privati.

(42) Art. 100 *Casi di inapplicabilità*: 1. Le disposizioni del presente capo non si applicano alle sollecitazioni all'investimento:

- a) rivolte ai soli investitori professionali come definiti ai sensi dell'articolo 30, comma 2;
 - b) rivolte a un numero di soggetti non superiore a quello indicato dalla CONSOB con regolamento;
 - c) di ammontare complessivo non superiore a quello indicato dalla CONSOB con regolamento;
 - d) aventi a oggetto strumenti finanziari emessi o garantiti dallo Stato italiano, da uno Stato membro dell'Unione Europea o emessi da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati membri dell'Unione Europea;
 - e) aventi a oggetto strumenti finanziari emessi dalla Banca Centrale Europea o dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'Unione Europea.
 - f) aventi a oggetto prodotti finanziari emessi da banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, ovvero prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione.
2. La CONSOB può individuare con regolamento altri tipi di sollecitazione all'investimento ai quali le disposizioni del presente capo non si applicano in tutto o in parte.

(43) Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti aggiornato con le modifiche apportate con delibere n. 15915 del 3 maggio 2007 e n. 15960 del 30 maggio 2007 – testo *omissis* – per ragioni di sintesi espositiva

(44) CABRAS, op. cit. 1702, SPADA, op. cit. 801, FIMMANO', op. cit. 102;

(45) Secondo l'art. 94 cit., coloro che intendono effettuare una sollecitazione all'investimento ne devono dare preventiva comunicazione alla CONSOB, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Quando la sollecitazione riguarda prodotti finanziari non quotati né diffusi tra il pubblico ai sensi dell'articolo 116, la pubblicazione del prospetto è autorizzata dalla CONSOB secondo le modalità e nei termini da essa stabiliti con regolamento. Negli altri casi, la CONSOB, entro quindici giorni dalla comunicazione, può indicare agli offerenti informazioni integrative da inserire nel prospetto e specifiche modalità di pubblicazione dello stesso. Decorso tale termine, gli offerenti possono procedere alla pubblicazione.

(46) PATRIARCA, op. cit. 48 e ss., possibilista sull'argomento anche SPADA, op. cit. 808, ancora PATRIARCA, *Commento all'art. 2483 in Codice commentato delle S.r.l.*, Torino 2006, 521; SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 281, 2004

(47) PATRIARCA, op. cit. 59.

(48) L'argomento della garanzia verrà meglio, e più compiutamente sviluppato nel successivo Capitolo III

(49) Come più avanti precisato, in caso di successiva cessione del titolo di debito da parte di un investitore qualificato soggetto a vigilanza, originario sottoscrittore, nei confronti di un altro investitore "vigilato" il meccanismo della garanzia dell'emittente decade nei confronti del secondo prenditore.

(50) "Soprattutto nell'ambito di società che si presume gestiscano iniziative imprenditoriali di dimensioni modeste, o comunque non grandissime", così PATRIARCA, op. cit. 59, 60.

(51) V. *supra*, nota n. 36

(52) Come invece asserito dalla dottrina citata